

学校编码: 10384

分类号\_\_\_\_\_密级\_\_\_\_\_

学号: 15620121151932

UDC\_\_\_\_\_

厦 门 大 学

硕 士 学 位 论 文

投资者情绪、市场收益与分级基金 B 端溢  
价的实证研究

Empirical Study on Investor Sentiment, Market Return and the  
Premium of B shares of Spilt-capital Funds

刘慧萍

指导教师姓名: 陈善昂 副教授

专 业 名 称: 投 资 学

论文提交日期: 2015 年 4 月

论文答辩日期: 年 月

学位授予日期: 年 月

答辩委员会主席: \_\_\_\_\_

评 阅 人: \_\_\_\_\_

2015 年 月



## 厦门大学学位论文原创性声明

本人呈交的学位论文是本人在导师指导下,独立完成的研究成果。本人在论文写作中参考其他个人或集体已经发表的研究成果,均在文中以适当方式明确标明,并符合法律规范和《厦门大学研究生学术活动规范(试行)》。

另外,该学位论文为( )课题(组)的研究成果,获得( )课题(组)经费或实验室的资助,在( )实验室完成。(请在以上括号内填写课题或课题组负责人或实验室名称,未有此项声明内容的,可以不作特别声明。)

声明人(签名):

年 月 日



## 厦门大学学位论文著作权使用声明

本人同意厦门大学根据《中华人民共和国学位条例暂行实施办法》等规定保留和使用此学位论文，并向主管部门或其指定机构送交学位论文（包括纸质版和电子版），允许学位论文进入厦门大学图书馆及其数据库被查阅、借阅。本人同意厦门大学将学位论文加入全国博士、硕士学位论文共建单位数据库进行检索，将学位论文的标题和摘要汇编出版，采用影印、缩印或者其它方式合理复制学位论文。

本学位论文属于：

（        ）1.经厦门大学保密委员会审查核定的保密学位论文，于  
年    月    日解密，解密后适用上述授权。

（        ）2.不保密，适用上述授权。

（请在以上相应括号内打“√”或填上相应内容。保密学位论文应是已经厦门大学保密委员会审定过的学位论文，未经厦门大学保密委员会审定的学位论文均为公开学位论文。此声明栏不填写的，默认为公开学位论文，均适用上述授权。）

声明人（签名）：

年    月    日



## 摘要

2014 年 A 股涨势如虹，上证综指大涨 52.87%，在全球股市指数涨幅榜上仅低于阿根廷指数 54.41% 的涨幅，与此同时，分级基金 B 端份额的溢价率也屡创新高，那高企的分级基金 B 端溢价现象是由哪些因素造成的呢？分级基金由于其自身杠杆结构化特征会引来市场上投资者的密切，那这一波“疯牛”行情以及背后所隐藏的投资者情绪会对于分级基金 B 端溢价有影响吗？

为分析分级基金 B 端溢价影响机制，本文首先在前人对于投资者情绪的研究基础上，通过新增开户数环比、腾落指数、市场换手率、市场市盈率以及融资融券余额环比五个代理变量进行主成分分析法来构建投资者情绪综合指数，然后通过构建 VAR 模型以及格兰杰因果检验揭示投资者情绪指数和市场收益之间的双向关系。接着本文通过对分级基金 B 端溢价率、投资者情绪及市场收益的动态面板数据构建了三个面板线性回归模型，研究出“疯牛”行情下市场收益及投资者情绪分别对于分级基金 B 端溢价的影响机制。最后用新增开户数环比单一投资者情绪代理变量进行稳健性检验。

实证结果表明：（1）投资者情绪显著受市场收益的正向影响，而投资者情绪对于市场收益影响不显著；（2）投资者情绪及市场收益对于分级基金 B 端溢价率均有显著的正向作用；（3）市场收益会弱化投资者情绪对于分级基金 B 端溢价的正向影响。最后本文根据实证结果给出了政策建议：（1）投资者可以利用投资者情绪指标做出正确的投资决策，避免盲目跟风；（2）分级基金 B 端溢价率可以作为投资者情绪指数正向相关的代理变量；（3）需对分级基金加强监管，同时应积极引入沪深 300 指数等期权标的，引导分级基金 B 端正确定价。

**关键词：**投资者情绪；市场收益；分级基金 B 端溢价





## Abstract

The Shanghai Composite Index rose 52.87% in 2014, which was second only to the 54.41% growth of Merval Index of Argentina. The premium of B shares of spilt-capital funds also struck the new highs at the same time. Which factors cause the premium of B shares? The characteristic of the spilt-capital funds' leverage can bring the close attention of the investors, do the bull market return and the hiding investor sentiment affect the premium of B shares of spilt-capital funds?

To find the influence mechanism of the premium of B shares of spilt-capital funds, this paper starts to construct the investor sentiment index by the approach of Principal components based on the scholars' study of investor sentiment. Then through the VAR model and the Granger Causality test, it reveals the relationship between the investor sentiment and the market return. Finally using the panel data of the investor sentiment index, market return and the premium of B shares of spilt-capital funds, establish three different panel linear regression models to analyze the influence mechanism of the premium of B shares of spilt-capital funds.

The empirical research shows that: (1)Investor sentiment is significantly affected by the market return but not vice versa. (2)Both investor sentiment and the market return have a notable impact on the the premium of B shares of spilt-capital funds. (3)The market return partially weakens the positive influence of Investor sentiment to the premium of B shares of spilt-capital funds. At last, this paper gives the related policy recommendations: (1)Investors can use the sentiment index to avoid blindly following the other investors. (2)Utilize the premium of B shares of spilt-capital funds as the proxy variable of the investor sentiment. (3)Strengthen the regulation of spilt-capital funds and introduce the option of HS300 Index to correct the B shares of spilt-capital funds' pricing.

**Key words:** investor sentiment; market return; the premium of B shares of spilt-capital funds



# 目录

<b>1 绪论 .....</b>	<b>1</b>
1.1 研究背景 .....	1
1.2 研究目的和意义 .....	2
1.3 研究框架与方法 .....	3
1.4 本文创新点 .....	4
<b>2 理论与综述 .....</b>	<b>6</b>
2.1 投资者情绪研究评述 .....	6
2.1.1 投资者情绪定义 .....	6
2.1.2 投资者情绪理论模型 .....	7
2.1.3 投资者情绪的表征方式 .....	8
2.1.4 投资者情绪文献研究内容 .....	14
2.2 分级基金研究评述 .....	16
2.2.1 分级基金简要介绍 .....	16
2.2.2 分级基金发展概况 .....	18
2.2.3 分级基金折溢价现象 .....	19
2.2.4 分级基金文献研究 .....	19
2.3 投资者情绪指数与分级基金相关研究评述 .....	21
<b>3 投资者情绪与市场收益双向关系的实证研究.....</b>	<b>22</b>
3.1 变量设计及样本选择 .....	22
3.1.1 投资者情绪代理变量 .....	22
3.1.2 市场收益变量 .....	24
3.1.3 数据来源及处理 .....	25
3.2 实证模型确定 .....	25
3.3 构建投资者情绪指数 .....	26
3.3.1 构建方法 .....	26
3.3.2 构建过程及结果 .....	26

3.4 描述性统计 .....	29
3.5 实证分析 .....	30
3.5.1 VAR 模型构建 .....	30
3.5.2 实证结果及分析 .....	32
3.5.3 格兰杰因果检验 .....	34
3.5.4 稳定性检验及脉冲响应分析 .....	34
3.6 本章小结 .....	36
4 投资者情绪、市场收益对分级基金 B 端溢价的影响 .....	38
4.1 变量设计及样本选择 .....	38
4.1.1 变量设计 .....	38
4.1.2 样本选择 .....	39
4.1.3 数据来源及处理 .....	41
4.2 模型构建 .....	42
4.2.1 模型构建 .....	42
4.2.2 面板单位根检验 .....	42
4.3 实证结果及分析 .....	43
4.4 稳健性检验 .....	45
4.5 本章小结 .....	46
5 研究总结与建议 .....	47
5.1 全文结论 .....	47
5.2 政策建议 .....	48
5.3 研究不足与展望 .....	48
参考文献 .....	49
致谢 .....	55

# Contents

<b>1 Introduction.....</b>	<b>1</b>
1.1 Research background .....	1
1.2 Purpose and meaning .....	2
1.3 Framework and methods .....	3
1.4 Innovations .....	4
<b>2 Theoretical Basis and Literature Review .....</b>	<b>6</b>
2.1 The review of investor sentiment .....	6
2.1.1 The meaning .....	6
2.1.2 The theoretical models .....	7
2.1.3 The measurements .....	8
2.1.4 The research contents.....	14
2.2 The review of spilt-capital funds .....	16
2.2.1 The introduction of spilt-capital funds.....	16
2.2.2 Overview of spilt-capital funds .....	18
2.2.3 The premium phenomenon of spilt-capital funds .....	19
2.2.4 The research contents.....	19
2.3 The review of investor sentiment and spilt-capital funds.....	21
<b>3 Empirical study of investor sentiment and market return .....</b>	<b>22</b>
3.1 Variables selection.....	22
3.1.1 Variables of investor sentiment.....	22
3.1.2 Variable of market return .....	24
3.1.3 Data sources .....	25
3.2 Model confirmation .....	25
3.3 Establish ISI .....	26
3.3.1 Method.....	26
3.3.2 The process .....	26
3.4 Descriptive statistic analysis .....	29

<b>3.5 Empirical analysis.....</b>	<b>30</b>
3.5.1 Establish VAR model.....	30
3.5.2 Analysis and results .....	32
3.5.3 Granger test.....	34
3.5.4 Stability test and pulse response analysis .....	34
<b>3.6 Conclusion .....</b>	<b>36</b>
<b>4 The influence of investor sentiment and market return on the premium of B shares of split-capital funds.....</b>	<b>38</b>
<b>4.1 Variables selection.....</b>	<b>38</b>
4.1.1 Variables design .....	38
4.1.2 Sample selection .....	39
4.1.3 Data sources.....	41
<b>4.2 Model confirmation .....</b>	<b>42</b>
4.2.1 Model.....	42
4.2.2 The panel unit root test .....	42
<b>4.3 Empirical results and analysis .....</b>	<b>43</b>
<b>4.4 Robust test .....</b>	<b>45</b>
<b>4.5 Conclusion .....</b>	<b>46</b>
<b>5 Study Conclusion and Advices.....</b>	<b>47</b>
5.1 Study conclusion .....	47
5.2 Suggestions .....	48
5.3 Shortcoming and prospect .....	48
<b>References .....</b>	<b>49</b>
<b>Acknowledgements .....</b>	<b>55</b>

# 1 绪论

## 1.1 研究背景

尽管 2014 年中国全年 GDP 同比增长率回落至 7.4%，实体经济下行压力较为明显，CPI 全年为 2%，经济通缩风险加剧，经济增长持续低迷，对经济的预期并未改善向好，但是 A 股却涨势如虹，上证综指大涨 52.87%，仅低于阿根廷指数 54.41% 的涨幅，位列全球股市指数涨幅榜的第二位。如此“疯牛”行情的出现除受益于国企改革、沪港通及简政放权、“一带一路”规划、定向宽松的货币政策等客观因素外，乐观的投资者情绪对于股票价格的推高也有不容忽视的影响。A 股市场的行情走好拉动市场投资者情绪，民众们纷纷跑步入市，2014 年下半年日均新增 A 股开户数出现爆发式增长达到 5.5 万户，环比增长 156.03%，2014 年 12 月份日均新增开户数更是达到了 10 万户以上，如此高涨的投资者情绪致增量资金入市，沪深两市的成交金额也于 2014 年 12 月 5 日创下天量记录，突破 1 万亿元，上证综指因而一路走高。同样，市场也会由于恐慌式的投资者情绪的蔓延出现非理性杀跌现象，2008 年次贷危机后全球资本市场的崩盘就是一个鲜明的例子。事实上，投资者很难控制自己的风险承受能力，有时候因为“羊群效应”，投资者情绪会相互感染，助长盲目乐观的情绪或是造成恐慌式情绪，经互动、蔓延形成的整个市场投资者情绪和股票收益之间究竟是如何影响的？这将是本文想要探讨的其中一个问题。

与此同时，在这一波“疯牛”行情下，分级基金市场也同样是“热火朝天”，B 端份额频频受到二级市场投资者的密切关注，分级基金 B 端份额也成为了“中国大妈”投资的首选品种，因而活跃程度及成交量也大幅增加，部分分级基金 B 端份额价格也经常出现涨停现象，溢价率高企，但是股市从暴涨转为震荡时，分级基金 B 端又上演着部分跌停的现象，溢价率就会快速下行。这样的暴涨暴跌与其本身所具备的套利机制以及杠杆性质是分不开的，这些套利机制和杠杆属性放大了股市的风险与收益。除了分级基金本身的杠杆属性外，股市的不断走强以及投资者情绪的高涨对于分

级基金 B 端溢价也起到了重要的影响，那这前两者对于 B 端溢价率的影响传导机制又是如何的呢？这将是本文在结合前一个问题的基础上着重想要探讨的问题。

## 1.2 研究目的和意义

投资者情绪跟传统的金融学理论不同，它属于行为金融学的研究范畴。传统的金融学理论是由经 Sharpe (1964)<sup>[1]</sup>、Lintner (1965)<sup>[2]</sup>和 Mossin (1966)<sup>[3]</sup>在 Markowitz (1952)<sup>[4]</sup>的资产组合理论上扩展的资本资产定价模型 (Capital Asset Pricing Model, CAPM)、Fama (1970)<sup>[5]</sup>的有效市场假说 (EMH) 以及 Ross (1976)<sup>[6]</sup>基于无套利原理建立的套利定价理论 (APT) 等三大理论构建成其基础框架。而这些理论是建立在投资者是完全理性的假设基础之上的，它们认为投资者是理性、客观、无风险且风险厌恶型的，因此各种资产的价格反映市场上所有信息，价格等于自身价值。然而市场上出现的多种“金融异象”却无法得到传统金融理论的很好的解释，如封闭式基金折价之谜、处置效应、规模效应、动量效益和反转效应以及股权溢价之谜等等。这些现象表明人们并不是完全理性的，有时甚至是非理性的，再加上信息的不对称、投资者自身特征的差别，对信息的解读和消化会存在差异性和时滞性，从而导致价格并不能完全反应资产内在价值，从而资产定价出现偏差且会对资本市场会造成一定的波动。然而，上个世纪 80 年代以来逐步兴起的行为金融学理论却能较好地解释这些“金融异象”，它认为投资者并非完全理性且金融决策的过程中不仅仅包含最后的金融投资行为，还包括对市场的认知、情绪和意志行动整个过程。行为金融学通过引入认知、情绪、意志等心理特征变量去解释市场“异象”，从而提出了噪音理论、前景理论、羊群效应、锚定效应等理论。行为金融学引入投资者情绪等这些心理特征变量后反而能较好地解释部分“金融异象”，情绪引导投资者投资行为决策，而所有市场参与者的行为又会影响了某种资产或是整个市场的走向，所以对投资者情绪研究与资产定价之间的关系研究对我国金融创新和监管具有非常重要的意义。

改革开放以来，我国资本市场经历了过去二十五年的发展，从无到有，从小到大，规模逐步壮大，体制逐步完善，资本市场在配置金融资源作用上也越来越显示其



Degree papers are in the “[Xiamen University Electronic Theses and Dissertations Database](#)”. Full texts are available in the following ways:

1. If your library is a CALIS member libraries, please log on <http://etd.calis.edu.cn/> and submit requests online, or consult the interlibrary loan department in your library.
2. For users of non-CALIS member libraries, please mail to [etd@xmu.edu.cn](mailto:etd@xmu.edu.cn) for delivery details.

厦门大学博硕士论文摘要库